

大华股份 (002236.SZ)

激励修订落地，考核长期利润彰显战略定力

调整期坚持高质量发展，加强利润指标考核。本次修改主要是增加了解锁业绩条件的或选指标，即2019/2020/2021年比2017年归母净利润增长率分别不低于32%/60%/90%。据此计算，公司新增考核目标为2019/2020/2021年归母净利润分别不低于31.4/38.1/45.2亿元，同比增速分别为24%/21%/19%。

本次股权激励力度大，涉及核心团队，覆盖面广。公司2018年进行股权激励，本次授予股票数量为1.22亿股，激励对象为公司部分董事、高级管理人员及其他管理者、业务骨干等，占授予前公司总股本的4.20%，授予价格为8.17元，激励力度较大。核心高管总裁、副总裁团队均有授予股票，且激励对象总共3423人，占公司员工人数的25%，覆盖面较广。

行业从转型期向放量期过渡，智慧物联的核心竞争要素之一是人才。安防AI升级以来，人才的重要性不断提高，行业对于AI人才和安防人才均有较高需求。大华股份员工人数从2015年的6714人快速增长到2018年的13608人，既布局了AI相关的算法、芯片人才，也加强了渠道下层的管理人员。安防AI经历了三代芯片技术更迭，目前已经相对成熟，即将进入放量期，留住核心人才是智慧物联时代竞争的关键之一。

我们预计安防行业今年景气度持续回暖，安防AI项目有望持续落地，产品结构升级，公司盈利能力将有望进一步提升。大华作为安防AIOT的领军厂商之一，开拓蓝海市场，B端业务有望持续增长。我们预计公司2019-2021年实现归母净利润31.62/38.49/47.83亿元。维持“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期、海外市场不及预期、安防升级不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,844	23,666	26,788	32,002	38,571
增长率 yoy (%)	41.4	25.6	13.2	19.5	20.5
归母净利润(百万元)	2,379	2,529	3,162	3,849	4,783
增长率 yoy (%)	30.3	6.3	25.0	21.7	24.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.60
净资产收益率(%)	22.4	20.1	20.5	20.4	20.6
P/E(倍)	21.0	19.7	15.8	13.0	10.4
P/B(倍)	4.8	4.0	3.2	2.6	2.1

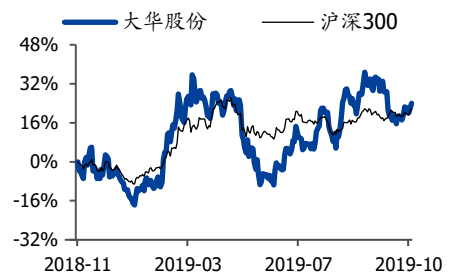
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
最新收盘价	16.63
总市值(百万元)	49,849.72
总股本(百万股)	2,997.58
其中自由流通股(%)	60.50
30日日均成交量(百万股)	30.50

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

研究助理 陈永亮

邮箱: chen Yongliang@gszq.com

相关研究

- 1、《大华股份(002236.SZ): 毛利率表现优秀, 实现高质量增长》2019-10-28
- 2、《大华股份(002236.SZ): 中报利润超预期, 看好下半年行业回暖》2019-08-17
- 3、《大华股份(002236.SZ): 安防行业升级拐点, 公司盈利能力改善》2019-08-01



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,556	21,279	24,045	30,192	34,985	营业收入	18,844	23,666	26,788	32,002	38,571
现金	3,613	4,160	5,935	6,771	9,023	营业成本	11,639	14,871	16,059	19,140	22,796
应收账款	7,540	10,191	9,880	14,097	14,802	营业税金及附加	142	192	218	260	314
其他应收款	283	0	320	62	399	营业费用	2,417	3,365	3,394	4,160	5,083
预付账款	154	127	191	189	270	管理费用	2,308	633	3,241	3,840	4,629
存货	2,806	3,036	3,273	4,246	4,709	财务费用	167	-123	-65	-135	-157
其他流动资产	3,160	3,765	4,446	4,826	5,783	资产减值损失	246	359	382	417	535
非流动资产	3,777	5,072	5,284	5,558	5,850	公允价值变动收益	0	-39	-10	-11	-15
长期投资	61	186	310	435	560	投资净收益	-30	-79	-4	-9	-12
固定投资	1,248	1,407	1,484	1,591	1,720	营业利润	2,632	2,700	3,546	4,299	5,345
无形资产	253	372	399	432	456	营业外收入	23	77	50	64	57
其他非流动资产	2,214	3,106	3,090	3,099	3,114	营业外支出	13	4	2	20	20
资产总计	21,333	26,351	29,330	35,750	40,835	利润总额	2,642	2,773	3,594	4,342	5,381
流动负债	9,916	12,567	12,634	15,585	16,206	所得税	265	179	351	394	475
短期借款	1,771	1,852	1,852	1,852	1,852	净利润	2,377	2,595	3,243	3,948	4,906
应付账款	2,702	3,790	3,220	5,135	4,816	少数股东收益	-2	65	81	99	123
其他流动负债	5,444	6,925	7,562	8,599	9,538	归属母公司净利润	2,379	2,529	3,162	3,849	4,783
非流动负债	824	881	848	819	790	EBITDA	2,819	3,011	3,783	4,532	5,572
长期借款	230	179	147	117	89	EPS (元/股)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.60
其他非流动负债	594	702	702	702	702						
负债合计	10,740	13,447	13,483	16,404	16,996						
少数股东权益	127	285	366	465	588						
股本	2,899	2,998	2,998	2,998	2,998						
资本公积	593	1,501	1,501	1,501	1,501						
留存收益	6,968	8,917	11,601	14,865	18,902						
归属母公司股东收益	10,466	12,619	15,481	18,880	23,251						
负债和股东权益	21,333	26,351	29,330	35,750	40,835						

现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	914	955	2,481	1,736	3,164	成长能力					
净利润	2,377	2,595	3,243	3,948	4,906	营业收入 (%)	41.4	25.6	13.2	19.5	20.5
折旧摊销	162	239	223	264	311	营业利润 (%)	83.7	2.6	31.3	21.2	24.3
财务费用	167	-123	-65	-135	-157	归属母公司净利润 (%)	30.3	6.3	25.0	21.7	24.3
投资损失	30	79	4	9	12	盈利能力					
营运资金变动	-2,082	-2,117	-935	-2,361	-1,924	毛利率 (%)	38.2	37.2	40.1	40.2	40.9
其他经营现金流	260	283	10	11	15	净利率 (%)	12.6	10.7	11.8	12.0	12.4
投资活动净现金流	-295	-747	-450	-557	-631	ROE (%)	22.4	20.1	20.5	20.4	20.6
资本支出	288	552	88	149	168	ROIC (%)	18.5	17.1	17.9	18.2	18.7
长期投资	-50	11	-125	-116	-125	偿债能力					
其他投资现金流	-57	-184	-487	-524	-588	资产负债率 (%)	50.3	51.0	46.0	45.9	41.6
筹资活动净现金流	445	377	-256	-343	-281	净负债比率 (%)	-15.2	-16.3	-24.6	-24.6	-29.5
短期借款	814	81	0	0	0	流动比率	1.8	1.7	1.9	1.9	2.2
长期借款	177	-51	-32	-29	-29	速动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
普通股增加	-1	99	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	4	908	0	0	0	总资产周转率	1.03	0.99	0.96	0.98	1.01
其他筹资现金流	-550	-660	-223	-313	-253	应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
现金净增加额	988	640	1,775	836	2,251	应付账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6

每股指标 (元/股)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益 (最新摊薄)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.68	0.83	0.58	1.06
每股净资产 (最新摊薄)	3.49	4.21	5.16	6.30	7.76
估值指标 (倍)					
P/E	21.0	19.7	15.8	13.0	10.4
P/B	4.8	4.0	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	17.3	16.1	12.4	10.2	7.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

激励修订落地，考核长期利润彰显战略定力	4
风险提示	6

图表目录

图表 1: 限制性股票解锁业绩条件	4
图表 2: 本计划授予激励对象分配情况	5
图表 3: 大华股份各年摊销限制性股票费用 (万元)	5

激励修订落地，考核长期利润彰显战略定力

大华股份于 2019 年 11 月 4 日发布关于限制性股票激励计划（草案修订稿）的公告，我们为您详细解读：

调整期坚持高质量发展，加强利润指标考核。股权激励的收入解锁条件为，2019/2020/2021 年收入增速分别不低于 20.5%/23.0%/23.0%。与此前的股权激励方案，本次修改主要是增加了解锁业绩条件的或选指标，即 2019/2020/2021 年比 2017 年归母净利润增长率分别不低于 32%/60%/90%，同时加权平均 ROE 分别不低于 19%/19%/19%。据此计算，公司新增考核目标为 **2019/2020/2021 年归母净利润分别不低于 31.4/38.1/45.2 亿元**，同比增速分别为 **24%/21%/19%**。

本次激励方案修改，平衡股东和员工的利益，增加考核长期净利润，反映了公司保持战略定力、坚持高质量发展。明确了未来三年的归母净利润考核要求，看好公司朝长期有利于业务发展的方向努力！

图表 1: 限制性股票解锁业绩条件

解锁期	业绩条件
第一个解锁期	指标一：解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的复合营业收入增长率不低于 23% ，且截至 2019 年 12 月 31 日 当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 17% ；或 指标二：解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的归母净利润增长率不低于 32% ，且截至 2019 年 12 月 31 日 当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 19% ；
第二个解锁期	指标一：解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的复合营业收入增长率不低于 23% ，且截至 2020 年 12 月 31 日 当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 18% ；或 指标二：解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的归母净利润增长率不低于 60% ，且截至 2020 年 12 月 31 日 当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 19% ；
第三个解锁期	指标一：解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的复合营业收入增长率不低于 23% ，且截至 2021 年 12 月 31 日 当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 19% ；或 指标二：解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的归母净利润增长率不低于 90% ，且截至 2021 年 12 月 31 日 当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 19%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

本次股权激励力度大，涉及核心团队，覆盖面广。公司 **2018 年** 进行股权激励，本次授予股票数量为 **1.22 亿股**，激励对象为公司部分董事、高级管理人员及其他管理者、业务骨干等，占授予前公司总股本的 **4.20%**，授予价格为 **8.17 元**，激励力度较大。核心高管总裁、副总裁团队均有授予股票，且激励对象总共 **3423 人**，占公司员工人数的

25%，覆盖面较广。

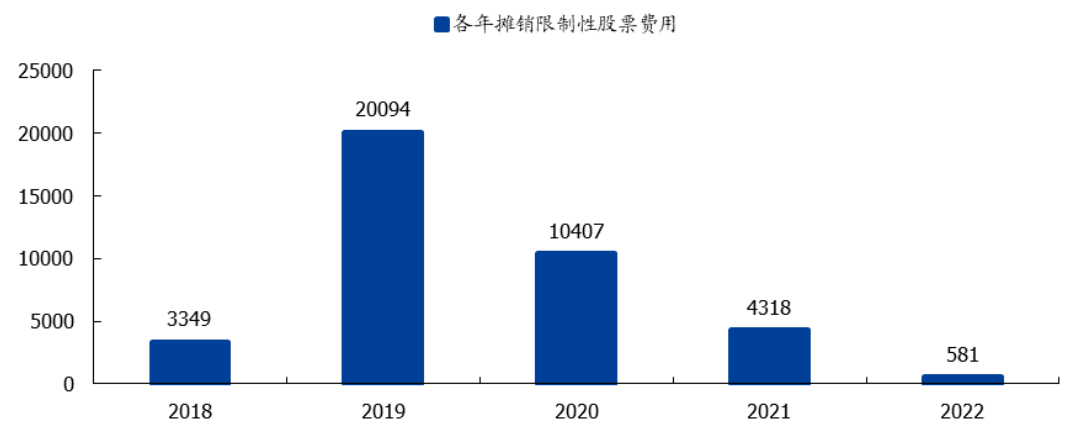
图表 2: 本计划授予激励对象分配情况

序号	姓名	职务	拟授予限制性股票数量(股)	占本次激励计划拟授予股票总量的比例	占本计划公告时公司总股本的比例
1	李柯	董事、总裁	800,000	0.66%	0.03%
2	吴军	副董事长、副总裁	260,000	0.21%	0.01%
3	吴坚	董事会秘书、副总裁	530,000	0.44%	0.02%
4	魏美钟	财务总监、副总裁	260,000	0.21%	0.01%
5	陈雨庆	副总裁	260,000	0.21%	0.01%
6	吴云龙	副总裁	260,000	0.21%	0.01%
7	许志成	副总裁	530,000	0.44%	0.02%
8	燕刚	副总裁	330,000	0.27%	0.01%
9	应勇	副总裁	670,000	0.55%	0.02%
10	张伟	副总裁	740,000	0.61%	0.03%
11	张兴明	副总裁	740,000	0.61%	0.03%
12	赵宇宁	副总裁	740,000	0.61%	0.03%
13	朱建堂	副总裁	670,000	0.55%	0.02%
14	其他管理者、业务骨干(3,410人)		102,784,100	84.42%	3.55%
15	预留部分		12,174,900	10.00%	0.42%
合计			121,749,000	100%	4.20%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

股权激励摊销费用高点在 2019 年, 反映公司高质量增长。首次授予股票数量 1.09 亿。根据 2018 年 11 月大华股份的《向激励对象授予限制性股票的公告》, 股权激励成本总额约 3.87 亿元, 分布重点主要在 2019 年及 2020 年。2019 年上半年, 公司摊销激励费用为 9282 万元, 2019 年全年预估约 2 亿, 占整个激励计划费用的一半。

图表 3: 大华股份各年摊销限制性股票费用(万元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

行业从转型期向放量期过渡, 智慧物联的核心竞争要素之一是人才。安防 AI 升级以来,

人才的重要性不断提高，行业对于 AI 人才和安防人才均有较高需求。大华股份员工人数从 2015 年的 6714 人快速增长到 2018 年的 13608 人，既布局了 AI 相关的算法、芯片人才，也加强了渠道下层的管理人员。安防 AI 经历了三代芯片技术更迭，目前已经相对成熟，即将进入放量期，留住核心人才是智慧物联时代竞争的关键之一。

我们预计安防行业今年景气度持续回暖，安防 AI 项目有望持续落地，产品结构升级，公司盈利能力将有望进一步提升。大华作为安防 AIOT 的领军厂商之一，开拓蓝海市场，B 端业务有望持续增长。我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 31.62/38.49/47.83 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

行业需求不及预期：国内安防行业需求从 18H2 下滑，近期回暖，但仍存在需求不及预期的风险

海外市场不及预期：受贸易扰动影响，国内安防企业在海外市场开拓进展放缓，有不确定性

安防升级不及预期：安防 AI 在政府端持续渗透，在企业端开始推进，行业升级速度存在不确定性

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com